

**ADRIAN PRZYMUSZAŁA**

Uniwersytet WSB Merito w Poznaniu  
Wydział Przedsiębiorczości i Innowacji w Warszawie  
<https://orcid.org/0009-0002-0929-3930>  
e-mail: [adrian.przymuszala@wsb.warszawa.pl](mailto:adrian.przymuszala@wsb.warszawa.pl)

# Listing Act – (R)ewolucja na rynku kapitałowym

**Streszczenie.** Na posiedzeniu plenarnym, które odbyło się w dniach 22–25 kwietnia 2024 roku, Parlament Europejski przyjął pakiet regulacji Listing Act, który został opublikowany w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej 14 listopada 2024 roku. Regulacje te zostały przyjęte jako fundament tworzonej od wielu lat idei Unii Rynków Kapitałowych (URK). Ich celem jest przede wszystkim wsparcie przedsiębiorstw w rozwoju oraz dostępie do finansowania, co jest szczególnie ważne dla sektora średnich i małych przedsiębiorstw, które nadmiernie polegają na finansowaniu, jakie zapewnia sektor bankowy. W artykule przedstawiono aktualną sytuację na giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, jeśli chodzi o możliwości pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorców, a także najważniejsze zmiany (dla emitentów), jakie zachodzą po wprowadzaniu nowych przepisów, oraz podjęto próbę ich oceny i ich wpływu na polski rynek kapitałowy.

**Słowa kluczowe:** Listing Act, giełda, regulacje, IPO, SPO, MAR

<https://doi.org/10.58683/dnswsb.2041>

## 1. Wstęp

Obserwowane w różnych dziedzinach procesy globalizacji oraz integracji nie ominęły również zmian w obszarze funkcjonowania giełd. Procesy związane ze zjednoczeniem europejskich rynków kapitałowych od dawna pojawiały się w przestrzeni publicznych dyskusji. Na posiedzeniu plenarnym, które miało miejsce w dniach 22–25 kwietnia 2024 roku, Parlament Europejski przyjął pakiet regulacji zwany Listing Act. W skład pakietu wchodzi: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (2024) oraz dwie Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (2024a; 2024b). Podstawowym problemem dostrzeganym przez uczestników rynku jest przerost regulacji, którym muszą sprostać emitenci giełdowi. Pojawiające się kolejne regulacje prawne często odstraszały spółki od bycia na giełdzie. Znaczenie rynków kapitałowych wielokrotnie było podnoszone na szczeblu m.in.

Unii Europejskiej. Charles Michel, przewodniczący Rady Europejskiej, Ursula von der Leyen, przewodnicząca Komisji Europejskiej, Christine Lagarde, prezes EBC, Paschal Donohoe, szef Eurogrupy, i Werner Hoyer, prezes Europejskiego Banku Inwestycyjnego, apelowali: „Naszym obowiązkiem jest zadbanie o to, by europejskie przedsiębiorstwa znajdowały możliwości finansowania, których szukają, tutaj, w UE. Potrzebujemy unii rynków kapitałowych, która przekieruje ogromne europejskie oszczędności ku przyszłym motorom wzrostu” (Tychmanowicz, 2023).

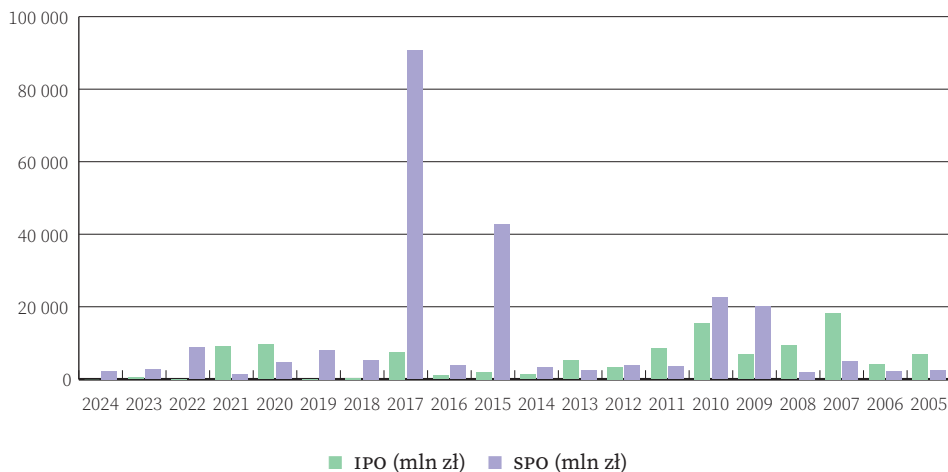
Konsekwentne dbanie o to, by przedsiębiorstwa znajdowały możliwość finansowania poprzez giełdę, znalazło swoje odzwierciedlenie w uchwalonym w dniu 14 listopada 2024 roku pakiecie, tzw. Listing Act.

Celem artykułu jest przegląd aktualnej sytuacji na polskim rynku finansowym oraz próba oceny wpływu pakietu Listing Act na polską giełdę.

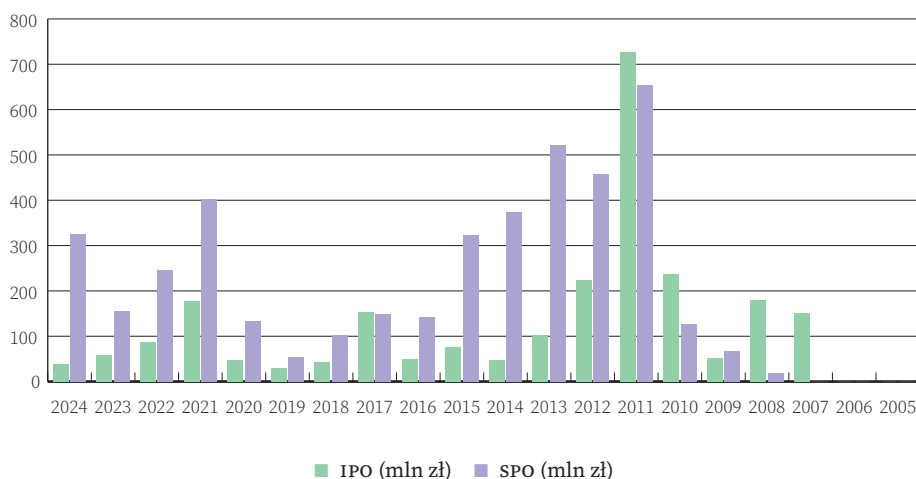
## **2. Aktualna sytuacja na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie**

Rynek kapitałowy, a w szczególności jego najważniejsza instytucja, czyli Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, stanowi bardzo ważne źródło finansowania przedsiębiorstw (Małecka, 2015). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie została reaktywowana w 1991 roku (Siwek, 2001) i obecnie jest bardzo ważnym miejscem mobilizacji kapitału. O sile polskiego rynku kapitałowego może zatem świadczyć wielkość przeprowadzanych ofert. Na rys. 1 zaprezentowano wartość przeprowadzonych w latach 2005–2024 ofert publicznych na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Jednym z podstawowych źródeł pozyskania przez przedsiębiorstwo kapitału za pośrednictwem rynku kapitałowego jest przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej akcji (ang. *initial public offering* – IPO) (Michorowski, 2013). W okresie przypadającym na lata 2005–2024 (do końca trzeciego kwartału) największą aktywność przedsiębiorstw na rynku kapitałowym w obszarze pozyskania kapitału odnotowano w 2017 roku, kiedy to łączna wartość ofert publicznych obejmujących zarówno IPO, jak i SPO (wtórne oferty publiczne) wyniosła 98 221,93 mln zł. Zauważyć należy, że znaczny odsetek, aż 92,28% wartości ofert, przypadał na wtórne oferty publiczne. Nabywcy akcji w ofercie pierwotnej oczekują, że przedsiębiorstwo posiada atrakcyjne programy inwestycyjne, dzięki którym ich fundusze zostaną dobrze zainwestowane, przynosząc ponadprzeciętne korzyści. Natomiast nabywcy akcji w ofercie wtórnej są przekonani, że kapitały już są dobrze ulokowane (w istniejących aktywach), tak że kupując akcje nawet powyżej ich wartości



**Rys. 1.** Wartość ofert publicznych na rynku głównym GPW w Warszawie w latach 2024(3q)–2005 [w mln zł]  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GPW (2024)



**Rys. 2.** Wartość ofert publicznych w Alternatywnym Systemie Obrotu NewConnect w latach 2024(3q)–2005 [w mln zł]  
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GPW (2024)

nominalnej, uzyskają stopę zwrotu wyższą od kosztu ich kapitału (Dudycz, 2014). Po 2017 roku zaobserwowano istotną zapaść wśród przeprowadzanych na rynku głównym GPW ofert publicznych. Ich łączna wartość wyniosła 52 856,09 mln zł, co stanowi zaledwie 15,19% skumulowanej wartości ofert publicznych przeprowadzonych w okresie od 2005 do końca trzeciego kwartału (3q) 2024 roku.

Gorzej pod względem aktywności mierzonej łączną kwotą pozyskanego w ramach procesów IPO i SPO wyglądał Alternatywny System Obrotu NewConnect (rys. 2). W okresie przypadającym na lata 2005–2024 (3q) największą aktywność przedsiębiorstw na rynku kapitałowym w obszarze pozyskania kapitału odnotowano w 2011 roku, kiedy to łączna wartość ofert publicznych obejmujących zarówno IPO, jak i SPO (wtórne oferty publiczne) wyniosła 1 380,30 mln zł.

### 3. Unia rynków kapitałowych

Istotna rola giełd w gospodarce rynkowej jest zauważalna nie tylko w kontekście rodzimego rynku, lecz również z punktu widzenia środowiska europejskiego. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie z uwagą śledzi toczącą się na szczeblu europejskim debatę na temat ujednoczenia rynku kapitałowego. Prawne koncepcje wspólnego rynku kapitałowego zostały opublikowane 18 lutego 2018 roku w dokumencie Komisji Europejskiej „Green paper — Building a Capital Markets Union”. Podstawowymi celami inicjatywy URK, a przy okazji filarami zintegrowanego europejskiego rynku kapitałowego, są działania, które doprowadzą do:

- ▶ zniesienia barier inwestycyjnych i poprawy otoczenia finansowego dla prowadzenia działalności gospodarczej przez sektor realny, szczególnie przez MŚP, oraz pobudzenia długoterminowych inwestycji sektora prywatnego w przedsięwzięcia infrastrukturalne, co przyczyni się do wzrostu konkurencyjności i pogłębienia integracji transgranicznej w ramach UE,
- ▶ lepszego powiązania oszczędności z inwestycjami czy też inwestorów z tymi przedsiębiorcami, którzy mogą zapewnić wysoką stopę zwrotu z inwestycji w przedsięwzięcia, szczególnie o charakterze innowacyjnym,
- ▶ przeniesienia ciężaru finansowania gospodarki z nadmiernie rozwiniętego sektora bankowego na instytucje szeroko rozumianego rynku kapitałowego w celu zwiększenia zasilania gospodarki kapitałem pozabankowym, a także zwiększenia zdolności banków do emisji kredytu przez mechanizm sekurytyzacji,
- ▶ odwrócenia trendu fragmentacji rynków, którą ujawnił i pogłębił ostatni kryzys finansowy,
- ▶ swobodnego przepływu kapitału między krajami na jednolitym rynku, co przyczyni się do wzmocnienia unii gospodarczo-walutowej i przyjęcia przez wszystkie kraje UE wspólnej waluty,
- ▶ wzmocnienia europejskiego systemu finansowego poprzez zapewnienie realnej sferze gospodarki dodatkowych źródeł finansowania oraz poprzez

- uruchomienie alternatywnych wobec kredytu bankowego kanałów napływu kapitału do przedsiębiorstw, co uchroni je przed zagrożeniem ograniczania akcji kredytowej przez sektor bankowy, a także rozszerzy ofertę dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych,
- ▶ odzyskania przez europejski system finansowy większej stabilności i wzrostu odporności gospodarki na szoki koniunkturalne, dzięki wzmocnieniu konwergencji gospodarczej oraz mechanizmom łagodzenia wstrząsów w strefie euro i poza nią (Szczepanowski, 2015).

## 4. Listing Act

Prace nad unią rynków kapitałowych znacząco nabrały tempa, kiedy na posiedzeniu plenarnym w dniach 22–25 kwietnia 2024 roku Parlament Europejski przyjął pakiet regulacji zwany Listing Act. W skład pakietu wchodzi:

- ▶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (2024) w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału,
- ▶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (2024b) w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu,
- ▶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (2024a) w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, 2024).

Powyższy pakiet przepisów został opublikowany 14 listopada 2024 roku w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej, wszedł on w życie dwudziestego dnia po jego opublikowaniu w Dzienniku Urzędowym UE, tj. 4 grudnia 2024 roku, przy czym część jego regulacji znajdzie zastosowanie później, tj. od 5 marca 2026 roku oraz od 5 czerwca 2026 roku.

### 4.1. Zmiany w rozporządzeniu w sprawie prospektu

4 grudnia 2024 roku zaczął obowiązywać pakiet aktów prawnych, których celem jest zwiększenie atrakcyjności rynków kapitałowych. Motywym przewodnim

wprowadzanej przez pakiet legislacyjny Listing Act transformacji jest ułatwienie dostępu do kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Kluczowa z punktu widzenia nowego otoczenia prawnego zmiana wiąże się z wyłączeniem ze stosowania rozporządzenia prospektowego (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Europy (UE), 2017) dotyczącego ofert papierów wartościowych o wartości mniejszej niż 1 000 000 euro w okresie ostatnich 12 miesięcy. Oferty o powyższych parametrach regulowane były dotychczas przez przepisy krajowe (Ustawa, 2005). Zgodnie z zapisami ustawy oferta publiczna papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, stanowią nie mniej niż 100 000 euro i mniej niż 1 000 000 euro, i wraz z wpływami, które emitent lub oferujący zamierzał uzyskać z tytułu ofert publicznych takich papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie będą mniejsze niż 100 000 euro i będą mniejsze niż 1 000 000 euro, wymaga udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje o tej ofercie (Ustawa, 2005, art. 37a).

Obecnie obowiązujące przepisy w sprawie prospektu emisyjnego zezwalają państwom członkowskim na wyłączenie publicznych ofert papierów wartościowych z obowiązku publikowania prospektu emisyjnego, jeżeli nie przekraczają one progu 8 000 000 euro w ciągu ostatnich 12 miesięcy, określonego przez każde państwo członkowskie. Polska skorzystała z tej możliwości. Z obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego wyłączono oferty o wartości nieprzekraczającej 5 000 000 euro. Zobowiązano natomiast emitentów do sporządzenia i publikacji memorandum informacyjnego zawierającego podstawowe informacje o emitenecie (Komisja Nadzoru Finansowego, b.d.).

Pakiet regulacji wprowadzanych przez przepisy Listing Act niejako powoduje, że kończy się okres ofert publicznych przeprowadzanych na podstawie memorandum informacyjnego. Omawiane w artykule regulacje wdrażają bowiem jednolity próg w wysokości 12 000 000 euro w okresie 12 miesięcy. Poniżej wskazanego progu oferta publiczna zostanie wyłączona z obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego.

Kolejną ważną zmianą dotyczącą emitentów papierów wartościowych może okazać się nowy standard dokumentów ofertowych, które będą przeznaczone dla emisji poniżej progów przyjętych przez dane państwo członkowskie. Ustawa o ofercie publicznej wymaga od emitenta przygotowania bardzo obszernej dokumentacji, co powoduje, że udostępniane inwestorom memoranda informacyjne to dokumenty o objętości przekraczającej kilkaset stron. Zgodnie z zasadami wprowadzonymi przez Listing Act podsumowanie prospektu powinno zmieścić się na maksymalnie 7 stronach A4.

Możliwość przeprowadzenia oferty publicznej bez konieczności sporządzenia prospektu to nie jedyne zmiany wprowadzane przez pakiet Listing Act. W nowym reżimie prawnym pojawiają się również inne wyjątki prospektowe, pozwalające na przeprowadzenie oferty publicznej lub ubieganie się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Pakiet regulacyjny Listing Act znowelizował dwa obowiązujące wyjątki od obowiązku publikacji prospektu w związku z dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych.

Jednym z wyjątków, z którego często korzystają emitenci już notowani na rynku regulowanym, jest możliwość dopuszczenia do obrotu na tym rynku papierów wartościowych tożsamyh z papierami już notowanymi w obrocie na rynku regulowanym, pod warunkiem że dopuszczane papiery stanowią mniej niż 20% liczby papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu w okresie ostatnich 12 miesięcy. Listing Act podwyższa powyższy wyjątek do 30%.

Oprócz modyfikacji starych zasad i ich implementacji w nieco odświeżonej formie do nowego otoczenia Listing Act wprowadza trzy nowe wyjątki: dwa bezprospektowe oraz jeden dopuszczeniowy. Dla wszystkich wyjątków przewidziane zostały wspólne mianowniki:

- ▶ z wyjątków skorzystać mogą wyłącznie emitenci, których papiery wartościowe są notowane na rynku regulowanym lub na rynku NewConnect,
- ▶ wobec emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub restrukturyzacyjne,
- ▶ emitent musi sporządzić i opublikować nowy rodzaj skróconego dokumentu informacyjnego wraz z jednoczesnym złożeniem dokumentu w KNF (bez wymogu jego zatwierdzenia przez Komisję).

Zgodnie z Listing Act, dokument będzie miał długość maksymalnie 11 stron w formacie A4, a jego treść skupiać się będzie wokół opisu podstawowych informacji dotyczących emitenta i papierów wartościowych, takich jak np. czynniki ryzyka właściwe dla działalności emitenta, opis cech emitowanych papierów wartościowych i warunki ich oferty.

Omawiając zmiany dotyczące możliwości bezprospektowego dopuszczenia pakietu papierów wartościowych stanowiącego do 30% papierów danego emitenta już dopuszczonych na rynku regulowanym, wskazano, że zmianom towarzyszy nowy wyjątek ofertowy. Dotyczy on oferty publicznej papierów wartościowych, które mają zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym albo na NewConnect, pod warunkiem że stanowią one, w okresie 12 miesięcy, mniej niż 30% liczby papierów wartościowych dopuszczonych już do obrotu na tym samym rynku. Dodatkowo konieczne jest spełnienie przez emitenta ogólnych wymogów

przytoczonych powyżej. Wskazany wyjątek działa wyłącznie w zakresie tego samego rynku.

Dwa kolejne wyjątki prospektowe tworzy zespół współpracujących z sobą rozwiązań, poprzez które emitent będzie mógł bez prospektu najpierw przeprowadzić ofertę publiczną, a w kolejnym kroku dopuścić papiery wartościowe do obrotu.

Pierwszy z wyjątków prospektowych, tzw. ofertowy, dotyczy oferty publicznej papierów wartościowych tożsamyh z papierami, które były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub notowane na NewConnect nieprzerwanie przez co najmniej 18 miesięcy przed ofertą nowych papierów. Ustawodawca dodał do niego wyjątek odnoszący się do możliwości dopuszczenia na rynek regulowany takich papierów (tożsamyh z notowanymi już na rynku regulowanym w okresie 18 miesięcy). W przypadku obu powyższych wyjątków oferowane lub dopuszczane papiery nie mogą być emitowane w związku z przejęciem poprzez ofertę wymiany, połączeniem lub podziałem emitenta. Oprócz tego konieczne jest spełnienie ogólnych wymogów opisanych powyżej (a więc przede wszystkim opublikowanie skróconego dokumentu informacyjnego). Warto jednak zaznaczyć, że zarówno wyjątek ofertowy, jak i dopuszczeniowy nie posiadają limitu ilościowego, wartościowego czy procentowego, który ograniczałby ich stosowanie. Jednocześnie wyjątek ofertowy pozwala na przeprowadzenie oferty publicznej do nieograniczonego kręgu adresatów. Prawodawca unijny zdecydował się jedynie na wprowadzenie wymogu uprzedniego notowania papierów przez okres 18 miesięcy tytułem ograniczenia w stosowaniu powyższych wyjątków.

Kolejną ważną zmianą wprowadzaną przez pakiet legislacyjny Listing Act jest wystąpienie nowych rodzajów prospektów. Pojawiający się nowy rodzaj prospektu, tj. Prospekt UE na rzecz kontynuacji, ma zastąpić nie tylko prospekt uproszczony dla ofert wtórnych, ale również nieaktywny już prospekt UE na rzecz odbudowy.

Z nowego rodzaju prospektu będą mogły skorzystać, dla potrzeb oferty publicznej oraz dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, następujące osoby:

- ▶ emitenci, których papiery wartościowe były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym przez co najmniej 18 miesięcy,
- ▶ emitenci, których papiery wartościowe były wprowadzone do obrotu na NewConnect przez co najmniej 18 miesięcy poprzedzających ofertę publiczną nowych papierów,
- ▶ emitenci ubiegający się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych tożsamyh z papierami wprowadzonymi do obrotu na NewConnect przez co najmniej 18 miesięcy,



- ▶ emitenci oferujący papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na rynku rozwoju MŚP przez co najmniej 18 miesięcy.

Prospekt UE na rzecz kontynuacji dotyczący akcji będzie musiał być nie dłuższy niż maksymalnie 50 stron A4. Limit ten nie obejmuje przy tym podsumowania prospektu ani informacji włączanych do niego przez odniesienie. Szybsze powinno okazać się także procedowanie prospektu na rzecz kontynuacji w KNF. W przypadku prospektu akcyjnego objętego wskazanym powyżej limitem objętości skróceniu z 10 do 7 dni roboczych ulega termin na zgłoszenie przez KNF pierwszej oraz kolejnych tur uwag do prospektu. Skrócenie terminów nie obejmie wszystkich – emitenci udziałowych papierów wartościowych notowanych na NewConnect ubiegający się o dopuszczenie ich na rynku regulowanym nie mogą liczyć na korzystanie z preferencyjnych terminów procedowania prospektu przez Komisję.

Niewielkie zmiany dotyczyć będą prospektu UE na rzecz rozwoju, odświeżona zostanie jego nazwa, która przyjmie formę „prospekt emisyjny UE na rzecz rozwoju”.

Bez zmian pozostaje to, że prospekt emisyjny UE na rzecz rozwoju nie będzie mógł być podstawą ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych na rynku regulowanym oraz nie będzie mógł być sporządzony przez emitentów, których papiery wartościowe są już notowane na rynku regulowanym. Ten typ prospektu znajdzie zastosowanie jedynie do ofert publicznych papierów wartościowych przeprowadzanych przez emitentów „niepublicznych” lub notowanych tylko na NewConnect.

Oprócz zmian dotyczących przepisów w zakresie umożliwiającym przeprowadzenie oferty publicznej lub dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym bez konieczności sporządzenia prospektu, a także nowych rodzajów prospektów, regulacje Listing Act swoim zakresem obejmują również treść i format prospektów.

Jedną z ważniejszych zmian wprowadzonych przez Listing Act dotyczącą treści prospektów jest wprowadzenie nowego limitu objętości prospektu – 300 stron A4 dla prospektów obejmujących akcje. Ta zmiana ma na celu ograniczenie nadmiaru informacji zawieranych w prospektach i tym samym ułatwienie inwestorom podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych. Powyższy limit nie obejmuje m.in. podsumowania prospektu oraz informacji dołączonych do prospektu przez odniesienie.

Kolejną, mniejszą zmianą dotyczącą limitu objętości prospektów jest rozszerzenie podsumowania prospektu o jedną dodatkową stronę A4 na każdy podmiot zabezpieczający. Dodatkowa strona ma zostać przeznaczona na opis samego podmiotu udzielającego zabezpieczenia.

Podsumowując, wprowadzone limity stron wynoszą:

- ▶ dla prospektów akcyjnych — 300 stron,
- ▶ dla podsumowania prospektu — 7 stron plus po 1 dodatkowej stronie dla każdego podmiotu zabezpieczającego,
- ▶ dla prospektu UE na rzecz kontynuacji — 50 stron,
- ▶ dla prospektu emisyjnego UE na rzecz rozwoju — 75 stron,
- ▶ dla skróconego dokumentu informacyjnego stosowanego w przypadku niektórych wyjątków od obowiązku sporządzenia prospektu — 11 stron.

Ze względu na rosnące znaczenie aspektów związanych z zasadami zrównoważonego rozwoju w życiu społecznym i biznesie, w tym jako czynnika wpływającego na decyzje inwestycyjne uczestników rynku, inwestorzy coraz częściej poszukują w dokumentach ofertowych informacji i danych emitenta z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego (ang. *Environmental Social Governance* — ESG).

Szczegółowe obowiązki związane z zagadnieniami ESG w prospektach obejmują m.in.: zawarcie w podsumowaniu prospektu oświadczenia co do tego, czy działalność emitenta jest powiązana z działalnością gospodarczą, która kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo, czy też zamieszczenie w treści prospektu informacji określonych w sprawozdaniach zarządu obejmujących sprawozdawczość w zakresie zrównoważonego rozwoju, zgodnie z wymogami obowiązującego prawa, również poprzez dodanie możliwości zawarcia tych informacji przez odniesienie.

Listing Act wprowadza jeszcze jedną korzystną zmianę w zakresie zasad suplementacji prospektów. Termin wykonania przez inwestorów prawa do wycofania zgody na subskrypcję lub nabycie papierów wartościowych w przypadku publikacji suplementu zostaje wydłużony z dotychczasowych 2 do 3 dni roboczych. Wskutek tej zmiany inwestorzy zyskują dodatkowy czas na dokładną analizę nowych informacji zawartych w suplementie i mogą podjąć świadomą decyzję, czy zamierzają odstąpić od subskrypcji lub nabycia papierów wartościowych. Analogicznie z 2 do 3 dni roboczych został przedłużony termin na wycofanie zgody co do subskrypcji lub nabycia papierów w przypadku publikacji ostatecznej ceny ofertowej lub liczby papierów objętych ofertą publiczną. Dodatkowy dzień roboczy daje inwestorom więcej czasu na ocenę, czy oferta odpowiada ich oczekiwaniom i strategiom inwestycyjnym.

Do rozporządzenia prospektowego (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Europy (UE), 2017) dodano nowe przepisy, zgodnie z którymi prospekt nie może zawierać informacji o czynnikach ryzyka o charakterze ogólnym, służących

jedynie jako zastrzeżenie prawne lub niedostatecznie odzwierciedlających czynniki ryzyka właściwe dla danego emitenta, o których inwestorzy powinni wiedzieć.

#### **4.2. Zmiany w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku (MAR)**

Liczne apele uczestników rynku biorących udział w konsultacjach dotyczących rewizji MAR o wyjaśnienie lub doprecyzowanie przesłanek definicji informacji poufnej nie doprowadziły do zmiany jej treści w tym zakresie. Co prawda w raporcie podsumowującym konsultacje ESMA wyraziła gotowość do wydania wytycznych w sprawie przesłanek definicji informacji poufnych, a nie zmiany definicji w MAR, jednak delegacja do takiego działania musiałaby zostać wprost wskazana w MAR, tak jak w innych podobnych przypadkach. Nie została.

Zmieniona treść MAR stanowi, że wymóg niezwłocznego podawania do wiadomości publicznej informacji poufnej nie ma zastosowania do informacji poufnych dotyczących etapów pośrednich rozciągniętego w czasie procesu, jeżeli etapy te są związane z doprowadzeniem do zaistnienia lub spowodowaniem szczególnych okoliczności lub szczególnego zdarzenia. W ramach rozciągniętego w czasie procesu ujawnia się jedynie – jak najszybciej po ich zaistnieniu – końcowe okoliczności lub zdarzenie końcowe. Ponadto wprowadzono obowiązek emitentów zapewnienia poufności informacji spełniających kryteria informacji poufnych do czasu ujawnienia tych informacji.

W preambule znajduje się wyjaśnienie, które wskazuje, że wymóg ujawniania informacji o etapach pośrednich nie powinien obejmować ogłoszeń o samych zamiarach, trwających negocjacjach lub, w zależności od okoliczności, postępach w negocjacjach. Emitent powinien jedynie ujawnić informacje dotyczące szczególnych okoliczności lub szczególnego wydarzenia, do którego ma doprowadzić ten rozciągnięty w czasie proces lub którym ma się zakończyć (zdarzenie końcowe), jak najszybciej po wystąpieniu takich okoliczności lub zdarzenia. Na przykład w przypadku połączenia emitenta ujawnianie informacji powinno nastąpić jak najszybciej po podjęciu przez zarząd decyzji o podpisaniu porozumienia w sprawie połączenia, po uzgodnieniu głównych elementów połączenia. Ogólnie rzecz biorąc, w przypadku umów należy uznać, że zdarzenie końcowe miało miejsce, gdy uzgodniono podstawowe warunki tej umowy. W przypadku nierozciągniętych w czasie procesów związanych ze zdarzeniem jednorazowym lub zbiorem okoliczności, zwłaszcza gdy wystąpienie takiego zdarzenia lub zbioru okoliczności nie zależy od emitenta, ujawnienie powinno nastąpić niezwłocznie po uzyskaniu przez emitenta wiedzy o tym zdarzeniu lub zbiorze okoliczności.

Zmiany dotyczące opóźnienia podania do wiadomości publicznej informacji poufnej do końca trzymały w napięciu. Przypomnijmy, że w wersji zmian do MAR

opublikowanej rok temu dokonano zwrotu o 180 stopni od obecnie obowiązujących reguł i postanowiono wrócić do regulacji obowiązujących przed wejściem w życie MAR, tj. zaproponowano przywrócenie konieczności przekazywania do KNF wyjaśnień dotyczących opóźnienia informacji poufnej jednocześnie z podjęciem decyzji o jej opóźnieniu.

W sposobie procedowania z opóźnioną informacją poufną nic się nie zmieniło. Podtrzymano obecną, dobrze funkcjonującą normę, zgodnie z którą podmiot, który dokonuje opóźnienia, informuje właściwy organ o opóźnieniu ujawnienia informacji i składa pisemne wyjaśnienie na temat spełnienia warunków opóźnienia natychmiast po podaniu informacji do wiadomości publicznej. Państwom członkowskim pozostawiono wybór co do tego, czy wyjaśnienia będą składane każdorazowo wraz z ujawnieniem opóźnionej informacji poufnej, czy też będą one składane dopiero na żądanie organu. Obecnie z tego drugiego rozwiązania korzystają emitenci m.in. z Austrii, Danii, Finlandii, Francji, Grecji, Hiszpanii, Luksemburga, Szwecji czy Włoch. Przewiduje się, że KNF podtrzyma dotychczasowy obowiązek każdorazowego przedłożenia wyjaśnień wraz z ujawnieniem opóźnionej informacji poufnej. Podobnie emitenci z rynku rozwoju MŚP nadal składają pisemne wyjaśnienie jedynie na żądanie organu.

Bez zmian pozostały warunki opóźnienia informacji poufnej mówiące o tym, że:

- ▶ niezwłoczne ujawnienie informacji mogłoby naruszyć uzasadnione interesy emitenta lub uczestnika rynku handlu uprawnieniami do emisji,
- ▶ emitent lub uczestnik rynku uprawnieniami do emisji jest w stanie zapewnić poufność takich informacji (Gessel, 2024).

Natomiast warunek „prawdopodobnego niewprowadzenia w błąd opinii publicznej” zastąpił nowy, mówiący, że „informacje poufne, których podanie do wiadomości publicznej zamierza opóźnić emitent lub uczestnik rynku uprawnieniami do emisji, nie są sprzeczne z najnowszym publicznym ogłoszeniem lub innym rodzajem komunikatu ze strony emitenta lub uczestnika rynku uprawnieniami do emisji, które to ogłoszenie lub komunikat dotyczą tej samej kwestii co informacje poufne”. Utrzymano obowiązek niezwłocznej publikacji informacji poufnych będących przedmiotem opóźnienia, jeżeli ich poufność nie jest już dłużej zagwarantowana.

Revolucja dotycząca tego zagadnienia w części dotyczącej podawania informacji poufnej do wiadomości publicznej przełożyła się konsekwentnie na obowiązki związane z jej opóźnieniem. Zmieniona treść MAR wskazuje, że nieujawnianie przez emitenta informacji poufnych dotyczących etapów pośrednich rozciągniętych w czasie procesów nie podlega również wymogom dotyczącym opóźnienia.

Podczas rewizji MAR ESMA zapowiedziała brak zmian progu, po osiągnięciu którego powstaje obowiązek powiadamiania o transakcjach, pomimo zgłoszenia sugestii o tym, że aktualny próg jest za niski i powinien być zwiększony do 20 000 euro. Co prawda każde państwo członkowskie ma obecnie możliwość podwyższenia progu do kwoty 20 000 euro, jednak z takiego prawa skorzystały jedynie: Dania, Francja, Hiszpania, Niemcy oraz Włochy. I niespodzianka – zmiany do MAR wskazują, że próg został zwiększony do 20 000 euro. Nie będzie żadnych zmian w zakresie sposobu liczenia progu – powiadomienie będzie konieczne przy realizacji każdej kolejnej transakcji, gdy zostanie osiągnięta łączna kwota 20 000 euro. Warto jednak wskazać, że KNF będzie mogła podjąć decyzję o podwyższeniu progu do kwoty 50 000 euro lub o jego obniżeniu do kwoty 10 000 euro.

Wyjątek od zakazu dokonywania transakcji przez osoby pełniące obowiązki zarządcze przez okres 30 dni kalendarzowych przed sporządzeniem przez ich przedsiębiorstwo sprawozdania finansowego (okres zamknięty), poszerzył się o przypadek transakcji lub działalności handlowej, które nie wiążą się z podejmowaniem aktywnych decyzji inwestycyjnych przez osobę pełniącą obowiązki zarządcze lub które wynikają wyłącznie z czynników zewnętrznych lub działań stron trzecich, lub stanowią transakcje lub działalność handlową, w tym realizację instrumentów pochodnych, na podstawie ustalonych z góry warunków. Żeby odszyfrować znaczenie powyższego wyjątku, warto zajrzeć do preambuły, gdzie podkreślono, że niektóre transakcje lub działania wykonywane przez osobę pełniącą obowiązki zarządcze w okresie zamkniętym mogą dotyczyć nieodwołalnych ustaleń zawartych poza tym okresem albo mogą być wynikiem upoważnienia do zarządzania aktywami realizowanego przez niezależną osobę trzecią. Ponadto mogą być również konsekwencją: (i) należycie zatwierdzonych zdarzeń korporacyjnych, które nie wiążą się z uprzywilejowanym traktowaniem osoby pełniącej obowiązki zarządcze, (ii) przyjęcia spadków, prezentów i darowizn lub (iii) realizacji opcji, kontraktów terminowych typu future lub innych instrumentów pochodnych uzgodnionych poza okresem zamkniętym. Takie działania i transakcje, co do zasady, nie wiążą się z aktywnymi decyzjami inwestycyjnymi osób pełniących obowiązki zarządcze. Zakazanie takich transakcji lub działań w całym okresie zamkniętym nadmiernie ograniczyłoby swobodę osób pełniących obowiązki zarządcze, ponieważ nie istnieje ryzyko, że odniosą one korzyść z tytułu przewagi informacyjnej.

## 5. Podsumowanie

Rynek finansowy podlega nieustającym zmianom, zachodzące procesy globalizacji czy harmonizacji zasad obrotu powinny przede wszystkim służyć jego głównym bohaterom, do których zaliczyć można oprócz inwestorów przede wszystkim przedsiębiorstwa poszukujące finansowania projektów rozwojowych. Od wielu lat na szczelnie unijnym toczy się dyskusja dotycząca utworzenia URK. Jednym z jej kluczowych elementów jest obowiązujący od 4 grudnia 2024 roku pakiet regulacji prawnych ułatwiających emitentom funkcjonowanie na rynku kapitałowym. Listing Act, choć jest nowym unijnym prawem, powinien zostać pozytywnie odebrany przez przedstawicieli rynku kapitałowego. Wskazany pakiet regulacji wskazuje katalog okoliczności, które zwalniają emitentów w obowiązków sporządzenia prospektu emisyjnego towarzyszącego ofercie publicznej. Ponadto wprowadzono limit długości prospektu oraz położono nacisk na elementy związane z ESG – co powinno nie tylko ułatwić przeprowadzenie oferty publicznej, ale również zwrócić uwagę na elementy związane ze społeczną odpowiedzialnością biznesu.

Pozytywnych aspektów związanych z wprowadzanymi regulacjami jest jednak znacznie więcej. Zaliczyć do nich można m.in.: rozszerzenie katalogu informacji poufnych, podwyższenie progu dla osób pełniących obowiązki oraz podmiotów z nimi powiązanych. Wprowadzone zmiany mogą również w większym stopniu zachęcić do korzystania z usług dostawców finansowania społecznościowego. Z jednej strony dostawca prowadzący platformę jest podmiotem licencjonowanym i nadzorowanym przez KNF, co ma wpływ na większy zakres bezpieczeństwa inwestorów. Z drugiej strony pozyskanie finansowania za pośrednictwem platformy wiąże się z mniejszymi kosztami w porównaniu do korzystania z usług firm inwestycyjnych.

Celem omówionych w niniejszym artykule zmian związanych z wprowadzeniem pakietu legislacyjnego Listing Act było z jednej strony wskazanie na ustrukturyzowanie działań służących zapewnieniu większego dostępu do finansowania projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw za pośrednictwem rynku kapitałowego, z drugiej zaś – ukazanie wprowadzonych regulacji jako katalizatorów zapewniających bezpieczeństwo i przejrzystość na rynkach kapitałowych.

## Bibliografia

- Dudycz, T. (2014). Raportowanie parametrów emisji warunkiem wzrostu racjonalności inwestorów. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, XCI/2. <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=277022>
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE). (2024a). Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylająca dyrektywę 2001/34/WE. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=OJ:L\\_202402811](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=OJ:L_202402811)
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE). (2024b). Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=OJ:L\\_202402810](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202402810)
- Gessel. (2024). *Rynki kapitałowe. Kapitał bez barier. Szanse z Listing Act*. Gessel, Koziorowski. Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów sp.p. [https://gessel.pl/wp-content/uploads/2024/10/LISTING-ACT\\_2024-10-18.pdf](https://gessel.pl/wp-content/uploads/2024/10/LISTING-ACT_2024-10-18.pdf)
- GPW. (2024). *Roczniki Giełdowe, Statystyka IPO/SPO*. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. [https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/IPO\\_SPO/IPO\\_SPO\\_2005\\_2024.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/statystyki/IPO_SPO/IPO_SPO_2005_2024.pdf)
- Komisja Nadzoru Finansowego. (b.d.). *Oferty publiczne o wartości poniżej 5.000.000 euro*. KNF. [https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego/Oferty\\_Publiczne\\_i\\_Prospekty\\_Emisyjne/Q&A\\_dot\\_ofert\\_publicznych\\_i\\_prospektow/Oferty\\_publiczne\\_o\\_wartosci\\_ponizej\\_5000000\\_euro](https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Oferty_Publiczne_i_Prospekty_Emisyjne/Q&A_dot_ofert_publicznych_i_prospektow/Oferty_publiczne_o_wartosci_ponizej_5000000_euro)
- Małecka, J. (2015). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako potencjalne źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 848, 496–507. [http://www.wzieu.pl/zn/848/ZN\\_848.pdf](http://www.wzieu.pl/zn/848/ZN_848.pdf)
- Michorowski, M. (2013). Publiczna oferta akcji jako forma pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo – pozytywne i negatywne aspekty pierwszej oferty publicznej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 901(01), 97–112. <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=64491>
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE). (2017). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129>
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE). (2024). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32024R2809>
- Siwek, P. (2001). Pierwsza oferta publiczna (IPO) jako element przekształceń własnościowych w Polsce. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, LXIII(1–2). <https://repozytorium.amu.edu.pl/items/55d01ce1-1403-4bb0-a457-909b710f2a4a>
- Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych. (2024). *Parlament Europejski uchwalił Listing Act*. SEG. <https://www.seg.org.pl/>

- Szczepanowski, P. (2018). Znaczenie unii rynków kapitałowych dla rozwoju alternatywnych źródeł finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej. *Studia BAS*, 1(53). [https://orka.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/215E2B03EE9CFC0BC125823B003BAE1B/\\$file/3.Piotr%20Szczepankowski.pdf](https://orka.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/215E2B03EE9CFC0BC125823B003BAE1B/$file/3.Piotr%20Szczepankowski.pdf)
- Tychmanowicz, P. (2023). Unia rynków kapitałowych potrzebna, ale i groźna. *Rzeczpospolita*. <https://www.rp.pl/finanse/art38110911-unia-rynkow-kapitalowych-potrzebna-ale-i-grozna>
- Ustawa. (2005). Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (z późn. zm.). Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539.

## **Listing Act — A (R)evolution in the Capital Market**

**Abstract.** During the plenary session held between the 22<sup>nd</sup> and 25<sup>th</sup> of April, 2024, the European Parliament adopted the “Listing Act” regulatory package, which was officially published in the Official Journal of the European Union on November 14, 2024. These regulations serve as the basis for the long-standing initiative to establish the Capital Markets Union (CMU). Their primary objective is to enhance the growth potential of businesses and improve access to various financing sources, which is particularly crucial for small and medium-sized enterprises (SMEs), which remain heavily reliant on funding provided by banks. This article examines the current state of the Warsaw Stock Exchange regarding capital acquisition opportunities available to businesses. It further analyses the most significant legal changes introduced by the new regulatory framework, particularly from the perspective of issuers. Finally, it offers an evaluation of these changes and their broader implications for the Polish capital market and its stakeholders.

**Keywords:** Listing Act, Stock Exchange, Regulations, IPO, SPO, MAR